

## 議 題

日銀の金融政策を巡る環境と「正常化」の展望

## 開催日時

2017年8月8日&lt;18時00分~20時30分&gt;

## 出席者

内田和人氏 (三菱東京UFJ銀行 取締役常務執行役員 市場部門長) <欠席>  
 江川由紀雄氏 (新生証券 調査部長 チーフストラテジスト)  
 大島 周氏 (みずほ銀行 常務執行役員 グローバルマーケット部門共同部門長)  
 翁 百合氏 (日本総合研究所 副理事長) <欠席>  
 加藤 出氏 (東短リサーチ 代表取締役社長 チーフエコノミスト) <欠席>  
 北村行伸氏 (一橋大学 経済研究所 教授)  
 神津多可思氏 (リコー経済社会研究所 所長)  
 須田美矢子氏 (キヤノングローバル戦略研究所 特別顧問)  
 高田 創氏 (みずほ総合研究所 専務執行役員 調査本部長)  
 徳島勝幸氏 (ニッセイ基礎研究所 年金研究部長)  
 根本直子氏 (アジア開発銀行研究所 エコノミスト) <欠席>  
 福田慎一氏 (東京大学 大学院経済学研究科 教授)  
 細野 薫氏 (学習院大学 経済学部 教授)  
 柳川範之氏 (東京大学 大学院経済学研究科 教授)  
 渡部敏明氏 (一橋大学 経済研究所 教授)  
 井上哲也 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部長) <モデレーター>  
 竹端克利 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 上級研究員) <事務局>  
 石川純子 (野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主任研究員) <事務局>

## 主要論点

1. 日銀の金融政策を巡る環境
2. 日銀による金融政策の正常化の展望

## 1. 日銀の金融政策を巡る環境

## 井上&lt;モデレーター&gt;:

・前回の議論を踏まえ、今回は、日銀による「総括的検証」の検証という意味合いも込めて、中長期的な視点から日本へのインプリケーションを議論したい。注目すべき要素としては、潜在成長率や需給ギャップとインフレとの関係や海外発のショックの可能性とそれに対する頑健性といったものが挙げられる。また、日銀は国債管理政策の一端を事実上担っている面もあるため、財政政策や金融システムの安定策とのポリシーミックスも一つの論点になろう。

・参考資料に沿って日銀の金融政策をめぐる環境を確認すると、直近の「展望レポート」は需給ギャップに対する強気の見通しを示唆する一方、インフレ見通しは改善していないだけでなく、政策委員会メンバーの多数が下方リスクを意識している。確かに、需給ギャップは、内閣府と日銀の双方の推計ともにプラスに転じたとみるなど改善が進んでいるし、失業率も、労働参加率等の影響を除外しても十分にタイト化し、完全雇用を超えるような水準となっている。しかし、フィリップス・カーブが顕著にフラット化しているだけに、需給ギャップがさらに相対的に改善しない限り、インフレ圧力は生じ難いことになる。

・内閣府による中期経済財政見通しによれば、「経済再生ケース」と「ベースライン・ケース」では相当な乖離があるが、仮に日本経済が

## 3. 「量的・質的金融緩和」の効果とコスト

後者のケースに沿った場合、中長期の実質 GDP 成長率は1%に満たず、中長期のインフレ率も1%前後で推移することになるので、「量的・質的金融緩和」の枠組みの下では「正常化」には到達しない。民間エコノミストによる予想を集約した「ESPフォーキャスト」(日本経済研究センター)の見通しからも、同様な結論が導き出される。

## 石川&lt;事務局&gt;:

・IMFの海外経済見通しによれば、世界経済は当面は年率3%前後の成長率を維持するが、米国、ユーロ圏、中国といった主要な国や地域の経済では緩やかな減速が予想されているため、日本にとっては外需が緩やかに減速していく可能性がある。

・家計のインフレ期待を内閣府の消費動向調査(「1年後の物価の見通し」)をもとに簡便に推計すると、2014年に3%程度まで高まった後は緩やかに低下しており、足元では2%前後で推移している。しかも、予想の分布をみると、2%以上を予想する家計のシェアが7割から4割弱まで低下した一方、0~2%程度の上昇を予想する家計や0%程度を予想する家計のシェアが高まっている。この間、企業のインフレ期待も緩やかに低下し、足元では1%程度となっている。

・日銀は本年4月の「金融システムレポート」の中で、金融システム安定の注意点を三つ挙げている。第一に、不動産市場における金融仲介活動の積極化である。不動産市場は全体としては過熱してい

る訳ではないが、投資額が地域的な拡がりを伴いつつ増加しており、リスクプレミアムの過度な縮小や過度に強気な賃料見通しの発生等のリスクを指摘している。第二に、金融機関のストレス耐性である。金融機関は総じてみれば充実した資本基盤を備えているが、ストレステスト実施後の当期利益や自己資本には金融機関によってばらつきがあるとしている。第三に、金融機関の収益力低下である。人口動態等の要因もあって金融サービスに対する需要が減少する中で、特に地域金融機関については「competition-fragility view」（銀行間の競争が銀行経営の脆弱性を高めるとの仮説）が妥当すると指摘するとともに、預貸利鞘の圧縮が続く中で、金融機関が過度なリスクテイクに向かうことで金融システムの安定性を損なうリスクを挙げている。また、こうした収益力の低下は、金融仲介機能の低下を通じて実体経済を下押しすることも考えられる。

#### 井上くモデレーター：

・今回の会合では、こうした中長期的な外部環境の下で日銀の政策を展望したい。なお、こうした議論を行う際には、米国の実情を踏まえて「正常化」というタイトルを用いることが多いが、「正常化」という語には、以前の状態が「正常」であって、それに回帰すべきという価値判断が暗黙のうちに含まれている。ただし、もしも金融危機のような大きなショックを経て、金融経済構造が構造的に変化しているとすれば、必ずしも以前に戻るものが最適とは限らない可能性もある。その意味では、もう少し中立的な表現を使うべきかもしれないが、この場では便宜上、「正常化」という表現を使うことにする。

・金融政策の「正常化」を展望する上では、その順序をどう考えるか、「正常化」後の政策手段はどうするのか、といった論点がある。まず順序に関しては、「正常化」に先行した米欧ともに量的緩和の停止、利上げ、バランスシートの縮小という流れを志向している。量的緩和が政策金利のゼロ金利制約の下での緊急避難的措置であったとすれば、金融経済の異常事態が終わればまずはこれを止めるという判断になろうし、効果と副作用のバランスの変化が意識されているのかもしれない。利上げに関しては、FRB と ECB がともに、効果の予測可能性や政策手段としての操作可能性の観点から、政策金利を主たる政策手段の座に戻すことが意識されている。

・もっとも、ユーロ圏の場合は「マイナス金利政策」の存在が議論をやや複雑化している。つまり、市場では ECB による量的緩和の終了後に直ちに利上げに移行するとの見方が大勢ではあるが、マイナス金利の修正は量的緩和の終了前に行うとの見方も根強い。ユーロ圏でも銀行の預貸利ざや縮小を続けている一方、ECB による Lending Survey の結果をみると、金融機関による手数料引上げのような対応措置にも限界が窺われる。このため、「マイナス金利政策」に対する金融機関の不満はむしろ高まっている面もあり、この点が「正常化」の順序に及ぼす影響にも注意する必要があるだろう。

・日本の場合、「マイナス金利政策」による金融機関の直接的な負担は、時系列的には安定してきている。また、日銀が TB の買入れを趨勢的に抑制していることもあり、短期金利相互間のひずみも少なく

なっており、無担保コールの残高も回復してきている。もっとも、貸出の 3/4 以上が 1% 以下の金利で実行されている点や、預貸利ざやの更なる圧縮も生じており、先に見た金融機関の収益性低下と、それに伴う金融仲介機能の低下は引続きリスクとして意識される。

・日銀の「正常化」を展望する上では、昨年の「総括的検証」を経て、政策手段の重心が政策金利—ただし、伝統的な短期金利だけでなく長期金利を含む—に既にシフトしたことも考慮する必要がある。実際、足元の国債買入れのペースは年間 80 兆円増加という目処を大きく下回り、黒田総裁も買入れ額はイールドカーブ・コントロール（YCC）の下で「内生変数」であると説明した。加えて、YCC の目標を毎回の金融政策決定会合（MPM）で見直す枠組みを採用しているだけに、こうした柔軟性の下での「正常化」の順序も論点になろう。日銀は、予て、YCC の目標金利の適切さを自然利子率と均衡イールドカーブに基づいて判断するとの考えを示した。その上で、実際に自然利子率が改善するに連れて、結果的に変化する緩和度合いの調整を図るのか、それとも強化される緩和度合いの活用を図るのか、といった選択がありうる。一方で、自然利子率や均衡イールドカーブについては分析方法の違い等による推計結果のばらつきを踏まえると、実際の政策運営に活用することに懐疑的な見方もある。

・日銀が YCC の下でインフレ目標の達成を目指すのであれば、YCC の持続可能性も重要な論点である。YCC の導入以降も、去年の 11—12 月や今年の 2—3 月のように海外要因による長期金利の上昇圧力が生じたが、日銀はいずれの場合も指値オペを発動するなど、強力な抑制措置をも講じた。つまり、国内のファンダメンタルの改善といったポジティブな理由でなければ、YCC による長期金利目標は変えないスタンスが窺われる。この点に関しては、欧米の関係者からしばしば指摘されるのだが、日銀はなぜ長期金利をコントロールしようかという点も改めてご議論いただきたい。

#### 江川氏：

・中央銀行のバランスシートの規模が名目 GDP に匹敵するような状態が半永久的に継続するとは思えない。異論はあるかもしれないが、「正常化」自体は必要である。

#### 井上くモデレーター：

・そうした状況がもたらす最大の問題は何だと理解すれば良いか。

#### 江川氏：

・「量的・質的金融緩和」の開始以降の 4 年間を振り返っても、日銀の当座預金残高が増えただけで、それが何か意味のある形で活用されているとは思えない。しかも、効果が確認できない中で、「止められない」状況が続くことが問題である。この間、国債市場の機能は大きく損なわれ、例えば、クレジット市場のプライシングも、従来のように国債金利にスプレッドを乗せるのではなく、絶対利回りだけが用いられるようになった。

#### 高田氏：

・日本の過去 5 回の利上げのうち、3 回目である 1989 年以降の目

的はインフレ抑制というより金融政策の「正常化」であったが、今回は日銀からは「正常化」という議論は聞こえてこない。また、過去 5 回はいずれも、日本の利上げが米欧に続く 3 番目だった上に、いずれも日本が利上げた直後に世界経済が失速した「ジンクス」もある。仮に、米国経済が今後停滞して利下げ局面に入るようだと、日本の利上げは米欧による次の利上げ局面まで見送らざるを得ない可能性もあるだけに、景気循環のフロントランナーである米国経済の動向は日本にとっても大変重要である。

#### 井上くモデレーター：

・過去の局面、例えば 2000 年や 2006 年は、海外経済が相応に強い中で、日本だけが「非伝統的政策」を実施する異様さが際立っていたため、欧米のように「正常」な世界に戻りたいという指向が強かった可能性はあるのか。しかし、今回は米欧の景気も特に強い訳ではなく、ともに構造問題を残している点で、外部環境は大きく異なる。

#### 高田氏：

・2000 年や 2006 年当時はバランスシート問題を抱えているのは日本だけだったが、今回は米欧もバランスシート問題を抱えている。

#### 須田氏：

・銀行券需要の長期的な推移が不透明なので、中央銀行の適切な資産規模をア priori に議論することは難しい。その意味でも、「正常化」とは「元に戻る」ことでなく、異常な状態から正常な状態に向かうという「方向性」を指すと理解すべきであろう。また、緩和と「正常化」の政策効果には非対称があることや「正常化」後は市場機能を意識した金融政策を行うことについて、日銀は市場と丁寧にコミュニケーションを図る必要がある。かつて日銀法改正に関する議論を行った「中央銀行研究会」の場では、金融緩和の効果とコストのバランスの重要性を議論したが、最近ではコストに関する議論が不足している。

#### 福田氏：

・2006 年当時はインフレ率を「安定的に 0% 以上」にすることが目安とされ、金融政策運営のハードルは現在よりも低かった。ところが、足元の物価動向を踏まえると、2% の目標を根本的に考え直さない限りは「正常化」を真剣に議論することは難しい。

#### 高田氏：

・自然利子率が低下するなど、日本経済は最もモメンタムが弱いにも拘らず、日銀は 2% のインフレ目標という高いハードルを課している。経済全体の代謝が劇的に改善するか、目標水準を下げない限り、目標と現実のギャップは埋まらない。

#### 須田氏：

・日銀が「2% のインフレを安定的に実現させる」とコミットしている点も政策運営の足枷になっている。1~3% といった allowance を設ければ、高田さんの言うハードルは低かった。「安定的に」の定義が曖昧である点も金融緩和の出口を想像しにくくさせている。さらに、「実現させる」ことにコミットしたので、日銀は「インフレ率が 2% に向かっているが、潜在的なリスクやコストを勘案して政策を転換する」といつ

た選択肢を失っている。

#### 大島氏：

・市場参加者としては、金融緩和の出口に向けたパスがある程度予想できることが重要であり、その意味で FRB はうまく市場と対話している。こうした対話に問題が生ずるとボラティリティーが高まり、レバレッジを伴う投資家は資産を売却せざるを得なくなるため、市場での大幅な価格調整が避けられない。

・強力な金融緩和が金融市場にもたらす副作用としては、第一に投資家によるパッシブ運用が増加することで、監督当局のコントロールが難しい領域にある資金が肥大化したことである。第二には米国のクレジットや社債市場のような資産の過大評価が生じたことである。株や不動産を含め資産価格の修正リスクは相応にあり、そうした問題が生じた場合、金融システムへの影響も懸念される。一方で、金融システムのマクロの安定化策はリスクが顕現化しないと機動できないし、マスコミ対応のような課題もある。加えて市場参加者は資産価格の過大評価を所与として行動しているだけに、急に適正価格に戻す動きが生ずると市場に対するインパクトは大きい。

#### 江川氏：

・こうした調整では、特に債券や社債への影響が懸念される。日本では予め利回りのスプレッドの絶対値が低かったため、金利上昇局面でのキャピタルロスが大きく、インカムゲインでは補いきれない。

#### 井上くモデレーター：

・中央銀行が金融政策の「正常化」を進める上では、政策の方向性やインフレのレベル感についても納得感が得られるようなコミュニケーションが求められる。同時に、金融システムのリスクや頑健性についても、中央銀行は適切な発信を行う必要がある。

#### 大島氏：

・国内の金融システムに着目した場合、最大の懸念は金融機関の収益性の低下ではないか。

#### 徳島氏：

・長期資金の運用機関も疲弊している。目標リターンが決まっている下で、国債での資金運用に頼ってきた参加者には有効な運用手段がない。「正常化」を展望して長期金利が跳ね上がることによるインパクトよりも、現状のような低成長と低リスクが続く方が危険である。

・我々も超長期の金利水準について日銀との議論を始めている。YCC の下で均衡イールドカーブから導き出される超長期金利のあるべき水準は若干上がったが、それでもまだ低い。事業法人からは「20 年債や 30 年債の発行により低利での資本調達ができる」との意見も聞かぬが、その後の資金運用先は乏しい。その意味で、現在の超長期の金利水準にメリットがあるのは国家だけかもしれない。

#### 北村氏：

・米欧での金融政策の「正常化」によって米欧の長期金利が上昇した場合、国内の機関投資家は外債投資に向かうか。

**徳島氏:**

・生命保険等には自己資本規制等の制限があり、無制限に外債投資にシフトできる訳ではないが、年金等のそうでない主体による外債投資の拡大はありうる。

**北村氏:**

・その場合、日本国債(JGB)の金利だけ低いという訳にはいかない。

**徳島氏:**

・現状のように機関投資家による JGB の保有比率が高いままで、こうした投資家はその一部を外債投資に向かっても、相当程度は金利を低いままで維持できる。一方、日銀が JGB の買入れを停止する事態になれば、日本の長期金利にも上昇圧力がかかりうる。

**高田氏:**

・黒田総裁の本当の政策意図は、米欧との政策金利の差を強調し、円安と株高を演出することで、バブル的状況の下でデフレマインドの転換を促進することにあるように思える。

**福田氏:**

・仮にそうだととしても、その効果はきちんと検証すべきであろう。円安で輸出企業の収益は改善し、株価も上昇した一方、輸入物価の上昇をうけてドル建てた所得は低下した。消費者のデフレマインドも一向に改善しない。

**北村氏:**

・経済政策の運営において、一つのメカニズムに執着するのはせいぜい5年が限界ではないか。それで成果が出なければ、次は違う考え方による政策を発動すべきである。

**井上<モデレーター>:**

・「総括的検証」がやや中途半端な局面に行われ、市場との間で十分な議論が行われないうちになっている点も残念に感ずる。

**福田氏:**

・しかし、「量的・質的金融緩和」が实体经济に最も大きな影響を与えたチャンネルは円安だったにも拘らず、「総括的検証」では実質金利を軸とする分析に終始していた。

**高田氏:**

・日銀はインフレ目標の達成には「第3の矢」が効果を発揮することが必要と考えているのではないかと。もっとも、労働需給の逼迫に対して省力化投資や賃金上昇率の高まりも見られるが、構造改革全体のモメンタムは高まらない。

**徳島氏:**

・確かに、失業率が低下し労働市場が逼迫しているように見える。しかし、賃金上昇率が緩やかな中で厚生年金保険料等の社会保障負担が毎年上昇しているために、必ずしも家計の可処分所得は増加していない。加えて、非正規雇用の増加や老後の不安もあるだけに、家計の消費性向も高まらない。労働市場の構造問題を解決しない限り、日本経済が上向くことはないのではないかと。

**渡部氏:**

・輸出関数に関する実証分析によると、近年では為替レートに対する輸出量の感応度が低下し、代わって世界景気への感応度が高くなっている。このため、円安が輸出増や景気の改善に繋がるという効果は従来ほどには期待できない。

**須田氏:**

・確かに企業の間では、海外の価格に合わせて輸出価格を決める傾向が強まっているが、「量的・質的金融緩和」の効果は円安に現れている。しかし、国内金利を抑制することで内外金利差を拡大し、大幅な円安を誘導する政策には限界がある。なお、日銀が実施した同じ金利での指し値オペについては、円安誘導が目的との理解もあるが、米欧で金融政策の「正常化」に関する議論が進展する中で、日本も引締め方向に向かうとの単純な思惑をけん制する意図が強かった可能性もある。

**井上<モデレーター>:**

・YCCに対する市場の信認があれば、日銀は JGB をそれほど買わなくても長期金利をコントロールできるのではないかと。

**徳島氏:**

・日銀は国債発行量の4割を既に抱えているだけに、買入れペースを多少減速させても、長期金利が急に跳ね上がることは考え難い。その意味では、日銀によるコミットメントや市場との対話が相応に効いているのかもしれない。

**高田氏:**

・昨年の「総括的検証」では、長期金利の適切な水準について改めて議論するとされたように、この点は残された課題である。どのようなイールドカーブの形状であれば、投資家や事業法人にとって望ましいのかをきちんと議論すべきであろう。事業法人は既に貯蓄余剰であるため、金利が低いより高いほうがむしろ望ましいとの意見も多いのではないかと。しかも、「マイナス金利政策」が長期化するほど金融システムの機能が毀損するため、次の「総括的検証」では、低金利環境が事業法人や金融機関にとって本当に持続可能かという議論を行う必要があろう。

**井上<モデレーター>:**

・「総括的検証」でも、イールドカーブの形状に応じた経済への影響は、おそらく2~3年くらいまでが相対的に大きいとされた。

**徳島氏:**

・事業法人の設備投資に影響を与えるのは5年程度までの金利である。

**井上<モデレーター>:**

・一方で、長期金利の変動が金融システムに与える影響も考慮しないとバランスの取れた議論にならないように思う。

**徳島氏:**

・「マイナス金利政策」の導入後、金利が低下し、事業法人の退職給

付債務の割引率も低下したため、資金余剰である企業にとっては二重に負担が増えた。日銀はこうした副作用を過小評価したのではないか。

**福田氏:**

・長期金利の低下は設備投資には効かないが、不動産には過大に効いてしまうという副作用もある。

**須田氏:**

・現時点で金利が上昇した場合、实体经济にかかわる最も大きな影響は住宅ローンに生ずるであろう。金利が低下している上に、20~30代でも頭金無しで住宅を購入することができる。こうした世代の消費性向はただでさえ低い上に、長期金利の上昇に直面すると一段とマインドが下押しされる。この点でも、金融政策の「正常化」は、少し早めの段階からベビーステップで時間をかけながら利上げを進めるのが望ましい。

**大島氏:**

・円高と円安のどちらが企業にとって望ましいかを調査したところ、中堅・中小企業は輸入企業が多いだけに、円高が望ましいとする先が多かった。円安を望む輸出企業は大企業に限られているが、株価指数におけるウエイトは大きく、株価への影響は大きい。このように、経済全体で見てどちらが望ましいとは言いにくく、むしろ為替の安定が重要という考え方が実態に近いのかもしれない。

・なお、外債購入に際してはドル調達コストもかかるため、海外の長期金利がよほど上昇しない限り、国内投資家の間では JGB の超長期債がむしろ選好されるのではないかと。為替も国債もリスクの裏に健全な安定性があることが重要だ。その点、長期金利が多少なりとも上昇することは、経済の安定感が増す面もあろう。

**徳島氏:**

・実際、市場関係者に対するアンケートによれば、金利が上昇したらむしろ JGB 投資を再開するとの回答が多かった。

**北村氏:**

・有効求人倍率はバブル期を超えたが、バブル期と今とでは為替の方向も逆であるだけに、数字だけみてアベノミクスはうまくいっていると評価すべきでない。また、日銀の「展望レポート」におけるインフレ見通しも危惧している。政策委員会メンバーの見通しがある程度分散しているようであれば健全な政策論が可能だが、実際の物価の動きとは関係なく、全員が 2% 周辺で見通しをおくようになると、中央銀行による市場との対話は困難になり信認も低下する。

**福田氏:**

・かつては、日銀は最も予測が当たる組織として信頼されていたが、今では将来予測を外すケースも少なくないため、市場参加者は日銀が言うことを信じなくなってしまっている。

**神津氏:**

・日銀がある種のスタンスに執着することについて、市場は仕方が

ないと理解している。もっとも、日銀がそれにスティックし続けると将来に変なことが起こりそうだという不安も、市場では強弱もありつつも共有されている。したがって、今必要であるのは、金融政策を安定状態に緩やかにシフトする道筋を探る議論である。

・2年で達成できると想定した物価目標を、6年かかっても達成できないかもしれないという点について、きちんと総括すべきであろう。その上で、日銀は物価目標に対する考え方を改めて整理すべきではないか。為替レートへの影響を考えると、日本だけが「2%」の目標を変更することはできない。他方、米国の景気循環や中国の共産党大会後の政策運営を展望すると、海外主要国の景気が程度はともかく後退局面入りする確率は高まっていく。こうした状況で日銀が 2% 目標を維持し続ける上で市場とどう対話するかが論点になろう。

**細野氏:**

・インフレ目標を 2% とした理由は、政策金利における「のりしろ」の確保や CPI のバイアスを考慮した結果だったのではないかと。そうだとすると、「円高が心配で『2%』の旗は下せない」という指摘は適切だろうか。現在の為替レートは、PPP と整合的とは思えない。

**神津氏:**

・確かに為替レートに拘泥し過ぎる必要はない。一方で、潜在的に円高圧力が蓄積されている状況で、「2% 目標」の旗を下すと、為替市場がどう反応するかがわからない。

**北村氏:**

・世界の中央銀行コミュニティでは、達成困難なインフレ目標を止めるべきという議論が出る可能性があるのではないかと。

**神津氏:**

・そのような議論が出れば、協調して目標水準を下げたり、一定期間凍結したりするきっかけにはなる。

**須田氏:**

・他方で、インフレ目標をさらに上げるべきという意見もあり、上下両方に議論が振れるリスクもある。私は、一度掲げた目標自体を引き下げることは現実的でなく、上下 1% 程度の許容範囲を設けるなど、出口に向かいやすい条件を整えるほうが大切だと思う。また、2012 年 1 月の政府・日銀による「共同声明」にも、2% の目標達成には時間がかかると明記されていた点を改めて認識すべきだと思う。

**福田氏:**

・日銀の執行部がインフレ目標の達成に時間がかかると認めただのはごく最近であり、それまでは「近いうちに達成する」と言いながら達成時期を先延ばしてきたのが実情である。

**須田氏:**

・日銀は経済活動のモメンタムが維持されていることをもって、追加緩和の必要がないと判断したが、これは、経済活動のモメンタムさえ維持されていれば、目標達成に時間がかかっても仕方ないと自ら認めているものと理解できる。

**福田氏:**

・経済活動のモメンタムが維持されていても、コアコアインフレ率のゼロ%であり、日銀の説明には多少無理がある。

**高田氏:**

・自ら「OK」と言い出せないのはゴルフも同じであり、今のままでは金融緩和が永遠に終わらない可能性がある。それが国民経済にとって好ましいかどうかについて、インフレ目標の達成とは別問題として議論すべきであろう。

**神津氏:**

・将来、「2%のインフレ目標など達成しなくても良い」と認める政権が誕生することは考え難い。

**福田氏:**

・政権が本当に拘っているのは物価よりも景気であろう。インフレ率が2%に達しなくても実体経済がよければ十分と考える政権もありうるのではないかと。

**高田氏:**

・政権としては、賃金や株価の上昇が実現すれば、物価はむしろ上がらない方が良いとさえ思うのではないかと。

**神津氏:**

・皆さんが指摘したある種の「正論」を語る人が政権周辺にいなかったことが、本当の問題かもしれない。今後は政権側でも「真に重視すべき目標は何か」について議論がなされることが期待される。

**大島氏:**

・現在の為替レートはどのような基準でみても円安水準にある。また、円安に賭けたポジションが相当蓄積され、この意味では政策の効果が出ている。逆に言えば、当局のコミュニケーション如何で一気に関高が進む可能性もある。

**細野氏:**

・日銀が「2%のインフレ目標」を下すと、円高のきっかけになるか。

**大島氏:**

・資産バブルなど、物価に拘りすぎることの副作用を懸念する議論が盛り上がりれば話は別だが、インフレが2%目標に到達しないからという理由で日本が単独で旗を下すのは危険だと思う。

**北村氏:**

・FinTech ブームはバブルの原因になり得るか。

**大島氏:**

・貸出需要が少ない中で、小口のリスクマネー需要に資金が集まりやすくなっている。ただ、実際に JASDAQ やマザーズの動きを見ても、どこからバブルなのか見極めることは現段階では難しい。

**神津氏:**

・ICO (Initial Coin Offering) によって短期間で相当規模の資金が調達できる状況自体、グローバルにみて金融緩和が行き過ぎているこ

との証左ではないか。

**高田氏:**

・ただ、10年前のようにレバレッジが過度に上昇している訳ではない。

**福田氏:**

・バブルが崩壊しても、実体経済に常にダメージを与える訳ではない。高田さんが言われたように、日本のバブル崩壊や世界金融危機など、多くの経済主体が過度にレバレッジをかけている場合では影響が深刻になる。一方、2000年初頭のITバブルの崩壊は、単に株価が下がっただけであり、株式保有者以外にはあまり影響はなかった。

**高田氏:**

・30年前のブラックマンデーでも深刻な後遺症は残らなかった。これに対し、80年代後半の日本や、10年前の欧米では異常な程度のレバレッジがかかっており、バブル崩壊後に金融システムに深刻な影響をもたらした。

**須田氏:**

・日銀は、オーバーシュート型コミットメントによって中長期のインフレ期待が2%に収束するとの前提の下で見通しを作成しているが、市場参加者や民間の研究機関はどう捉えているのか。

**福田氏:**

・日経センターが実施する「ESP フォーキャスト」で民間エコノミストのインフレ予想をみると、黒田総裁の就任直後は日銀の見通しに引上げられていたが、最近ではせいぜい1%程度である。

**須田氏:**

・日銀は、マネタリーベースを長期的に拡大すると宣言すれば、国民がそれを信じてインフレ期待を2%にアンカーすると説明しているが、実際は信用されているとはいえない。日銀と民間と予測の1%の差は、中長期のインフレ期待に関する日銀と民間の差を表している。

**福田氏:**

・日銀と民間で差があっても、それが縮小方向にあれば良いが、現実はその逆であるだけに事態は深刻である。

**井上<オーガナイザー>:**

・日銀に限らず、多くの中央銀行は自らの政策効果を織り込んだ見通しを公表している。このため、目標が達成されない見通しを出す、今の政策対応が不十分だと認めることになるという問題を生ずるのではないかと。

**神津氏:**

・実際の経済予測では、実績値が変わらない限り予測値は変わらない。したがって、日銀と民間におけるインフレ期待のギャップは、実際のインフレ率が高まっていないことを映している面もある。

**井上<オーガナイザー>:**

・インフレが結局2%目標に届かなかった場合、日銀は何をすべきか。「この条件を整えば2%」といった説明をすべきなのか。

**須田氏:**

・日銀は、足元の物価が弱いことがインフレ期待の弱さの原因だと説明している。

**福田氏:**

・「賃金さえ上昇すれば物価も上がる」という意見は多く見られる。

**神津氏:**

・企業は特定の機能に関して人材不足を感じているが、財やサービスの価格設定には繋がっていない。高い給料を払わなければ人材を獲得できないとの認識が広がれば、企業の価格設定行動も変わる可能性はある。しかし、現実には賃金が上昇しても、製造業の場合はヒトの仕事を機械に代替させれば良いと考えるだろうし、今の技術でも可能である。そう考えると、賃金上昇が本当に持続するかどうかは今の段階ではわからない。

**須田氏:**

・企業は人件費を上昇させたくない思いは強いし、今後数年かけて人件費の総額を引下げるシナリオを耳にすることも少なくない。

**神津氏:**

・AI、ビッグデータ、ロボティクスといった新技術が生産活動にどのような影響を与えるか、まだ正確には分からない。日本企業がキャッシュを貯めて使おうとしない理由の一つは、こういった不確実性に直面しているからであろう。

**須田氏:**

・IT化が極端に遅れているサービス業では、IT化が進展するに連れて人が要らなくなる。それによるコスト削減は確実に進む。

**北村氏:**

・「毎月勤労統計」でみた企業の平均的な労働コストは殆ど上昇していない。これに対して、都合の良い数値だけを求める人たちからは、調査方法が不適切であると批判されることがある。

**神津氏:**

・今回の原油安局面でCGPIは大きく下がったが、CSPIは下がらなかった。デフレ時にはCSPIもかなりマイナスになったことを踏まえると、企業間サービスにおけるプライシングが変わっている可能性はある。

**細野氏:**

・日銀が推計した期間別のフィリップス・カーブをみると、直近になるほど切片は下がっているが、傾きには殆ど変化はない。これが正しいとすると、GDPギャップがプラスであれば、もう少し物価が上がるはずだが、現実の物価が上がらないのは、物価形成の構造自体が変化しているからなのか。

**竹端<事務局>:**

・日銀の推計では、「量的・質的金融緩和」の開始後がサンプルから除外されている。仮に2013年から2017年までをサンプルに含めて推計すると、傾き自体が変わる可能性もある。

**福田氏:**

・そもそもGDPギャップ自体が正しいかという問題もある。AIやロボットなどによる労働代替が進むと、労働市場が逼迫すればGDPギャップも縮まるという考え方は不適切かもしれない。ところが、相変わらず多くのGDPギャップはコブ-ダグラス型の生産関数を基に推計されている。

**井上<オーガナイザー>:**

・GDPギャップ自体が正しくないとなると、中央銀行は何を中間目標として金融政策を行うべきか。物価安定を最終目標に置くとしても、需給ギャップをプラスに維持することが中央銀行に実現可能な役割であるとの考え方も根強いように思う。

**神津氏:**

・完全雇用が実現されたら十分だという指摘もある。その一方で、失業率はさらに下がる必要があるという声もある。

**須田氏:**

・結果のみで議論する人々にとっては、インフレ率が2%に到達しない限り、「金融緩和はまだ足りない」という結論にしか至らない。

**神津氏:**

・欧米の中央銀行は、金融危機後に緊急避難として実施した政策を、今のうちに元に戻したいと考えているように見える。尤も、目標が達成できないうちに「正常化」を進めることは、かつての総合判断による政策運営の世界に戻ることを意味する。この意味でも、厳格なインフレ目標から徐々に距離を置くべきというのが、欧米の中央銀行の本音だと思う。

**福田氏:**

・インフレ目標を最も厳格に運用しようとしたのがニュージーランド連銀だったが、この教訓をもとに、ある程度の許容範囲を設けるべきとのコンセンサスが形成された。ただし、許容範囲といっても程度問題であり、例えば、2%目標に対して実績が1.7%の場合は許容されるが、実績が0%ではさすがに無理がある。

**高田氏:**

・従来のインフレ目標は、インフレ率を下げるのが目的であり、上げるためではなかった。マインドが冷え切った状況でインフレ率を上げようとする、実現可能かつ合理的に予想できる範囲で目標を定めるのが筋である。ところが、日銀の場合、2000年のゼロ金利解除や2006年の量的緩和解除への批判が強まる中で、合理的な水準とは乖離した強いコミットメントが求められた経緯がある。

**福田氏:**

・下げるよりも上げるのが難しいのはその通りである。ただ、米欧の物価は相応に上がる中で、日本だけが上がってこない。

**大島氏:**

・総合判断に基づく政策運営は、中央銀行が何を基準にどこまでやるかが不透明なので、市場は嫌がると思う。米欧の場合、マクロ経

済や金融環境が明らかに改善しているので総合判断もある程度は許容されうるが、そうした積み重ねがない中で判断基準だけが急に変わると、市場に対するショックも大きくなる。

**須田氏:**

・2006 年の量的緩和解除は適切だったと考えているが、事後的には批判が強かった。こうした経緯もあり、今回の日銀には、外部からの批判を避けるには過剰と言われる位のことをやるべきという空気があったのではないかと。したがって、「量的・質的金融緩和」がやり過ぎとの批判があること自体は、ある意味で日銀自身が想定していた通りであろう。リフレ派が想定していたほどには効果がなかったと明らかになる中で、「手仕舞い」に向かうべき段階が近づいているが、そうならないのは外部の批判がまだ足りないからかもしれない。

**福田氏:**

・「量的・質的金融緩和」を始めた以上、簡単には元には戻せない。

**北村氏:**

・日銀自身が変わることが難しいのであれば、外部から選択肢を示した上で、国民や市場の判断を促していくしかない。

**神津氏:**

・市場には利益さえ挙げられれば正論は関係ないと考える主体も多いが、彼らの声が市場を代表するかのように言われることもある。

**須田氏:**

・市場参加者は、中立的な見方で政策を批判しない限り、「ポジショントーク」と解釈される可能性がある。ただし、日銀も市場の声に「斜に構える」ことがあるのも事実である。日銀には外部からの批判に中立的に耳を傾ける姿勢が必要だ。

**大島氏:**

・市場参加者といっても、様々なセクターや立場の主体が存在しており、政策を修正する過程で被る影響は一律ではない。従って、金融政策を如何にして緩やかに修正するかについて議論を深める必要がある。例えば、長期金利の目標を 10 年よりも短い年限に変更し、10 年金利を徐々に変動させるといった微調整が考えられる。

**徳島氏:**

・大島さんが言われた方法は、生命保険など長期の機関投資家にとって恩恵があるが、地域金融機関にはダメージがあるかもしれない。

**神津氏:**

・「マイナス金利政策」を停止しつつ 10 年金利の目標を不変にするのと、「マイナス金利政策」を維持しつつ 10 年物金利の目標を廃止するのでは、どちらが市場に良い影響を与えるだろうか。

**大島氏:**

・市場にとってはイールドカーブがスティーブ化するほうが好ましい。貸出金利の適正化にも繋がるはずである。

**神津氏:**

・長期金利を固定するためのコストが高いほど微調整は難しく、「フック」を外した瞬間に長期金利が急騰するかもしれない。

**高田氏:**

・金融機関の観点からは、イールドカーブが立っていたほうが望ましい。しかし、国債の保有量が大きい先では、急に金利が上昇すると大きく資本が毀損する可能性がある。

**大島氏:**

・急に「フック」を外すと耐えられない先があるのはご指摘の通りだと思う。ロールダウンによる収益で吸収できる程度にキャピタルロスを抑えられると良いが、そのためには相当時間をかける必要がある。

**高田氏:**

・地域金融機関の方が保有債券のデフレーションが長いと、急な金利上昇による影響は深刻になる。

**須田氏:**

・日本の投資家は外債投資を拡大させていると思うが、アメリカの金利が上昇した場合も大きな損失が出るのか。

**大島氏:**

・資金運用難でタームプレミアムが潰れた状況では、マネーが急激に縮小しない限り、アメリカの金利が上昇する可能性は低い。Fed による金融政策の「正常化」が緩やかであることを考えても、アメリカの金利はあまり上がらないのが市場のコンセンサスではないか。

**福田氏:**

・米国も欧州も実体経済が改善しているとはいえ、市場が地政学的リスクを殆ど織り込んでいないのは不思議である。

**大島氏:**

・地政学リスクが高いのは事実だが、重要なイベントをクリアしていくうちに、市場が意識する不確実性が低減しているのではないか。

**高田氏:**

・ユーロが崩壊するといった事態が生じれば、欧州各国で国債利回りに格差が生じうるが、現在のような地政学的リスクの高まり方であれば、投資資金はむしろ国債に集まりやすい。

**細野氏:**

・「量的・質的金融緩和」の副作用の一つにクレジットスプレッドの消滅が挙げられるが、イールドカーブの穏やかなスティーブ化を達成できた場合、クレジットスプレッドも回復するのか。

**大島氏:**

・日本では「カネ余り」に変化はないので、目に見えて回復する可能性は低いと思う。

**神津氏:**

・YCC だけでなく、ETF 買入れなど質的緩和にも手を加えないと、クレジットスプレッドにはあまり影響が出ないのではないか。

**大島氏:**

・指値オペの厳密さをどうするかもポイントになろう。

**神津氏:**

・金融調節の誘導目標が与えられた場合、執行部がどこまで厳密にその目標を守るかは日銀内でも議論は分かれると思うが、今ほど厳密な金利コントロールを行うと、ゆっくりとスムーズに市場参加者の目線を上げていくのは難しい。

**福田氏:**

・しかし、ガバナンスから考えると、執行部は金融政策決定会合で決められたことを厳密に実行すべき立場にあるのではないかな。

**須田氏:**

・許容される乖離幅が明示されない限り、執行部が金融調節をできないとすると、今も何らかのガイダンスが示されていると思う。そうであれば、その許容される幅を徐々に広げるのが現実的ではないか。

**井上<オーガナイザー>:**

・オペの運営を何らかの政策目標とリンクさせておかないと、完全に執行部の裁量任せになり、市場との対話は逆に難しくならないか。

**神津氏:**

・市場から見て総合判断ほど曖昧ではなく、且つ過度に硬直的ではない、うまくバランスのとれた形が見つかるどうか鍵となろう。

**須田氏:**

・2006年に量的緩和を終了した際、日銀は「新たな金融政策運営の枠組み」を公表した。そこでは、経済・物価見通しが持続的な成長パスに乗っているかどうか、金融政策運営にあたってリスクは蓄積されていないかという観点から「総合判断」を行うとされていた。昨年9月に政策運営が変更された時に、私は2006年当時の考え方に近づいたと思えば若干安心した。

**福田氏:**

・総合判断に近い考え方として、中央銀行にDual Mandateを課すことも考えられるが、それは市場にとってわかりやすいか。

**大島氏:**

・Fedの場合、物価と雇用の目標を定めて機械的に運営している訳ではなく、状況に応じて両者の力点の柔軟に置き方も変えているが、これ自体は市場参加者も許容するのではないかな。

**福田氏:**

・そうすると、総合判断と呼ぶかどうかは別にして、Dual Mandateに近い考え方に転換することは一つの方向性としてはあり得る。

**高田氏:**

・ある一つの指標を唯一無二の目標として掲げるのではなく、複数の目標の一つとして位置づけるほうが好ましいのかもしれない。

**井上<オーガナイザー>:**

・須田さんが言われたように、「望ましい経路に乗っているが、目標

達成までに時間はかかる」と説明した場合、その間の副作用が大きすぎるとすれば、却って批判される可能性もあるのではないかな。

**北村氏:**

・物価がどう決まるかの理解ができておらず、コントロール手段も不明確な中で、「方向性としては目標に向かっている」と説明したところで、本当に信認が得られるのか。景気やGDPを操作するのと同じ感覚で、「遠い」話をしているように聞こえる。

**渡部氏:**

・インフレ期待は過去に経験したインフレ率に依存するという実証結果がある。これが正しいと、日本の場合はインフレ期待を動かすのは容易ではない。物価連動債からインフレ期待を推計しても、低いままである。

**井上<オーガナイザー>:**

・物価と安定的な関係にある別の指標を中間目標として設定すべきということか。

**神津氏:**

・約1,200人の個人投資家に対するインターネットアンケートで、「あなた自身にとって望ましいインフレ率」と「日本経済にとって望ましいインフレ率」を尋ねた調査がある。これによると、前者について最も多かった回答はデフレであり、後者については「分からない」という回答が最も多かった。ある程度リテラシーのある個人投資家でも、日本経済にとって望ましいインフレ率の具体的なイメージを持っていないという結果は興味深い。

**須田氏:**

・2%が国際標準と言われているものの、厳密な実証研究がベースになっている訳ではない。どれだけ実証研究を積み重ねたとしても、アприオリに望ましいインフレ率を定めることは難しいというのが実感である。

**福田氏:**

・「最適な目標」と「実現可能な目標」は区別して考えるべきであろう。例えば、「最適な失業率」は当然0%であるが、それは実現不可能な目標である。

**須田氏:**

・目標設定を考える場合、「のりしろ」やCPIのバイアス、あるいは国民の物価感など、よく指摘される論点を積み上げた議論はできる。しかし、その結果として仕上がった目標が国民にとって望ましいかどうかは、断定的には答えにくい。実証分析も分析者の主観に左右される面があり、厳密な形で望ましいインフレ率を国民に対して示すことは難しい。

**福田氏:**

・クルーグマンによるもとの議論では、目標達成後もある程度のインフレを許容することで現在のインフレ期待を高めることがポイントだった。日銀が2%のインフレ目標を掲げたときは、この考え方に

基づいたものと思っていたが、いつのまにか最適なインフレ率は何かという議論に変わっていた。

**北村氏:**

・厳密な実証分析に頼らなくても、過去の平均的なインフレ率が国民や市場が comfortable であるとみなすのが常識的判断ではないか。

**須田氏:**

・ご指摘の通りである。そうであるからこそ、日銀が望ましいインフレ率を 2%と宣言したのは驚きであった。

**井上<オーガナイザー>:**

・議論の途中であるが、時間がきたのでここで終了させていただく。できるだけ多くの期間を置かない形で次の会合を開催し、この議論を一旦収束したい。パネリストの皆様には、長時間に亘って活発に議論していただき、ありがとうございました。

\*\*\*